

1. 事業ポートフォリオマネジメントの目的について

- 事業再編を議論するのは**成長促進**のためであり、事業を切り出した本体と切り出された事業の両方について、収益性を高め成長を促進することが事業再編の主目的である。
 - 2019/12/19 未来投資会議「新たな**成長戦略**実行計画策定に関する中間報告」
 - 「企業価値向上のためのスピンオフを含めた事業再編を促進するため、**取締役会の監督機能の強化**等の在り方について指針をとりまとめる。」
 - 本研究会の主たる対象：グローバル企業として**成長志向**の強い企業

2. 事業ポートフォリオマネジメントの実施体制について

- 事業ポートフォリオの抜本的検討（Comprehensive Strategic Review）については、**取締役会、特に独立社外取締役が、CEO/CFOと密接に協力して、大きな役割を果たすべき**である。
 - 事業ポートフォリオマネジメントは「事業戦略」ではなく「**全社戦略**」であるので、利害関係者である事業部門責任者は意思決定の主体としては必ずしも適切でない
 - 川村隆・日立製作所元会長兼社長「カメラの目」：客観的な外部の目
 - 森を見る（c.f. 社内は木が見えすぎる）
 - 「森」（社外）の視点と「木」（社内）の視点で議論が深まる
- そのためには、中心的な担い手となる**取締役会、CFOの機能強化**が重要である。
 - 独立社外取締役の量的（人数）・質的（スキル）強化
 - 取締役会のスキルマトリックス
 - 企業価値を議論する財務リテラシーが特に重要であり、**経営的な財務リテラシーを有する独立社外取締役を複数そろえるべき**
- さらに、社外の目、社内の目の両方の立場を兼ね備えた**独立社外取締役が、直接投資家の声を聞く（エンゲージメントを行う）**ことも、事業ポートフォリオを客観的に評価するうえで有効であろう。
 - コーポレートガバナンス・コード補充原則 5-1①

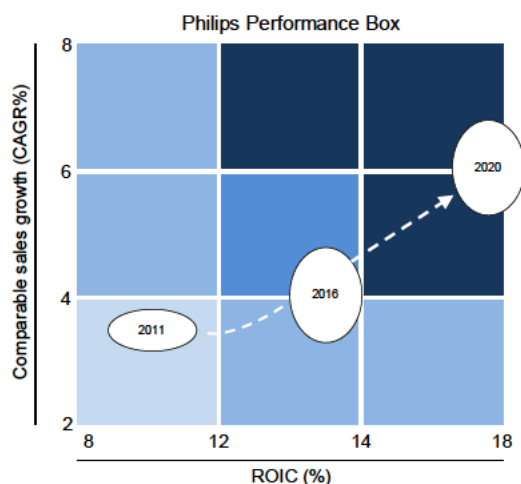
3. 適切な事業評価を行うための評価指標について

- 事業ポートフォリオの見直し基準と事業撤退基準を混同しない。
 - 不採算事業分離ではない／スピノフ：優良事業（イーベイ／ペイパル）

3-1. 定量指標

- 定量指標については、事業再編の目的である企業価値向上に即した指標を用いるべきであり、それは成長性と資本収益性の両方を必ずカバーしていなければならない。
 - 「利益＝投下資本×ROIC」であるから、将来の利益（≒将来のキャッシュフロー）を増やすには、成長性（投下資本の増加）と資本収益性（ROIC）の両方が重要
 - － 但し、ROIC はどこまでも上げることはできないので、サステナブルな企業価値創造には成長性が必須
 - より理論的には、DCF 価値の本質的な構造を示すバリュードライバー式（補論参照）から以下のことがわかる
 - － ROIC が高いほど企業価値は高まる
 - － 資本コスト（WACC）が低いほど企業価値は高まる
 - － 将来投資の ROIC が WACC を上回っているかぎり、成長性を高めると企業価値は高まる
 - したがって、各事業の価値を持続的に向上させるには、高い ROIC を保ちながら成長投資を続けていくことが重要（資本コストは全社的に対処）
 - 実際に、欧米主要企業は、成長性と収益性の両方をカバーした評価指標を使用している

《フィリップスの業績指標マトリックス》



出所：田村俊夫「「稼ぐ力」をどう測定するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年夏季号
[Royal Philips, First Quarter Results 2015 Information booklet (April 28, 2015)]

- 成長性は、買収・売却やスピンの影響を除いた **Organic Growth** で測定すべきである（前頁フィリップスの“comparable sales growth”も organic sales growth に相当）。
 - そうでないと、価値破壊的な買収がプラスに評価され、価値創造的な売却やスピンオフがマイナスに評価されてしまう
 - ゆえに、売上高や利益の絶対額を単純に目標にすることには慎重であるべき
 - 本当に重要なのは、自社の傘下の事業をどれだけ成長させられるかである

- 資本収益性の尺度としては理論的には **ROIC** が最も優れるが、①単年度の ROIC を業績評価指標とすることの問題点や、②投下資本にのれんを含めるかなどの問題点があることから、代替的に、ROIC を高める要素である、**売上高利益率（マージン）** と **資本効率（キャッシュフロー指標等）** の指標を組み合わせる企業も多い。

投下資本利益率	=	マージン	×	資本回転率
利益		利益		売上高
投下資本		売上高		投下資本

- マージン指標としては営業利益率、EBITDA マージン等、資本効率の指標としては、営業 CF、FCF、FCF コンバージョン等が用いられる。

《ROIC の代替指標（例）》

- ROICと実質的に同様の指標
 - **エコミックプロフィット**
 - 投下資本 × (ROIC - WACC)
 - **ROE** (レバレッジの歪みに注意)

ROIC	=	マージン	×	資本効率
NOPAT		NOPAT		売上高
投下資本		売上高		投下資本

- ROICの要素を分解して、**マージンと資本効率を各々測定する指標**
 - マージン
 - 売上高利益率: **営業利益率 (Operating Margin)** 等
 - 資本効率
 - **営業キャッシュフロー**: 償却前当期利益 - 純運転資本増加額等
 - (会計上の) **フリーキャッシュフロー**: 営業キャッシュフロー - 設備投資額等

投下資本を節約するほど、CFは増加

- **EPS**
 - **成長性と収益性の複合指標**
 - ROEはROICの代替指標
 - BPSの増加は成長性の指標

EPS	=	ROE	×	BPS
当期純利益		当期純利益		簿価純資産
発行済株数		簿価純資産		発行済株数

出所：田村俊夫「コーポレート・バリュエーション」（2019年度一橋大学講義資料）

- アドホックな指標でなく、理論的な根拠のある指標の組み合わせを用いるべき。
 - 欧米主要企業の指標の組み合わせは成長性と資本収益性の要素をカバーしており、コーポレートファイナンス理論と整合的

《欧米大手企業の業績指標（例）》

	Annual Report / Investor Presentation	Executive Compensation	
		Annual	Long-term
AMD	Gross Margin, OPEX/Revenue Ratio, Operating Margin, EPS, FCF	Adjusted Net Income, Revenue, Adjusted FCF, Adjusted Gross Margin, Adjusted Operating Income	TSR
Boeing	N/A	Economic Profit	TSR, Economic Profit
Delta	Operating Margin, EPS Growth, ROIC, Operating CF/FCF	Pre-tax Income, Revenue	Operating Margin, ROIC
DuPont	N/A	Operating EPS, After-tax Operating Earnings, Revenue, Operating CF	TSR, Revenue Growth
FedEx	Operating Margin, EPS, Revenue, CF, ROIC	Revenue, Operating Income, FCF, ROIC	EPS
GE	Operating EPS, FCF	EPS, Operating Profit, Operating Margin, FCF, ROIC	Total Cash, Operating Margin, TSR
GM	EBIT-Adjusted, ROIC	EBIT-Adjusted, Adjusted ACF	ROIC
Home Depot	Operating Margin, ROIC	Sales, Operating Profit, Inventory Turns	ROIC, Operating Profit
Honeywell	Sales, Margin	EPS, FCF, Working Capital Turns	Revenue, ROI, Segment Margin
IBM	N/A	Operating Net Income, Strategic Imperatives Revenue, Operating CF	Operating EPS, FCF
Nordstrom	TSR, ROIC	ROIC, EBIT	TSR
P&G	Operating TSR (Sales Growth, Gross/Operating Margin, Cash Flow Productivity)	Operating TSR, Organic Sales Growth, Operating Profit Growth, Adjusted FCF Productivity, Core EPS Growth	Organic Sales Growth, Before-Tax Operating Profit Growth, Core EPS Growth, Adjusted FCF Productivity

	Annual Report / Investor Presentation
BASF	Sales, EBIT after Cost of Capital, EBITDA, EPS
Bayer	Sales Growth, EBITDA, Core EPS, Cash Value Added, Cash Flow Return on Investment
Fresenius	Sales Growth, EBIT, EBIT Margin, Operating CF, ROIC, Return on Operating Assets
Philips	Sales Growth, EBITA Margin, ROIC
Siemens	Revenue Growth, ROCE (ROIC)
Unilever	Sales Growth, Core Operating Margin, EPS, FCF
Volkswagen	Revenue, Operating Profit, Operating Margin, Net CF, ROI

(注) 青の塗りつぶしは、ROIC、Economic Profit、ないし類似の指標が含まれていることを示す。

出所：田村俊夫「「稼ぐ力」をどう測定するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年夏季号
〔各社 Annual Report (2014)、Proxy Statement (2015)、投資家説明会資料等より作成〕

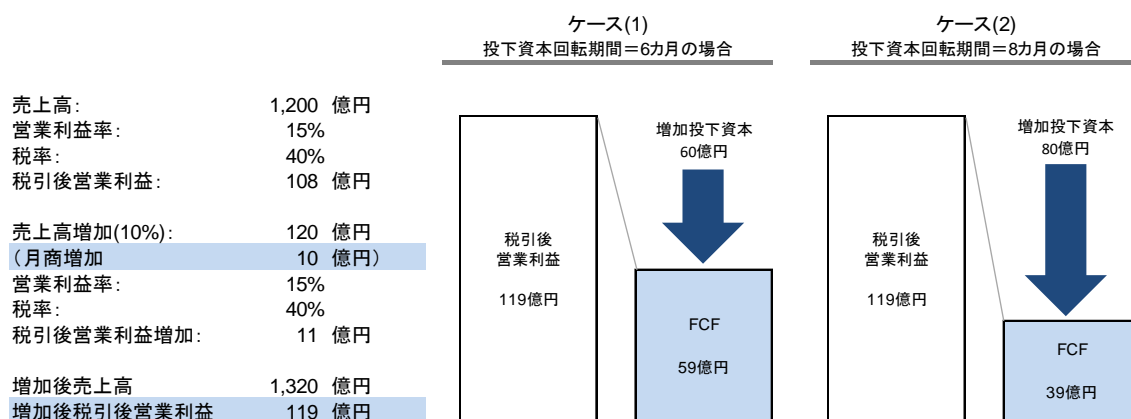
- 成長性と資本収益性は企業価値創造の観点からは統合的に把握すべきであり、バラバラに考えるべきではない。
 - 将来の投資の $ROIC > WACC$ でないと成長が企業価値創造に結びつかないため、成長投資のためにも（将来投資のベンチマークとなる）足元の $ROIC$ 向上が重要
 - 資本収益性の重要な要素である資本効率性の上昇は、投資予測における FCF を増やして投資を促進する
 - 「 $FCF = NOPAT - \text{投下資本の増分}$ 」であるから、資本効率性が高ければ、同じ利益成長に対して投下資本増分が少なくなり、 FCF が多くなる
 - 現状の低い投資効率のまま投資計画を検討すると $IRR < WACC$ であっても、投資効率が高まれば $IRR > WACC$ に転じる可能性

- 以下の設例では、投下資本回転期間が短い（＝投下資本回転率が高い＝資本効率が高い）ほど、同じ売上・利益成長でも FCF が多くなることがわかる

資本効率とフリーキャッシュフローの関係

損益計算書

フリーキャッシュフロー



出所：田村俊夫「企業経営とバリュエーション」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2017年秋季号

- 各事業セグメントの評価に際しては、絶対評価だけではなく相対評価も行うことが重要である。
 - 絶対評価：ROIC（マージン×資本効率）、成長性の絶対値
 - 相対評価：世界的な同業トップクラスの競合企業と比べた相対値
 - 単なる同業他社ではなく、自社がベンチマークとするグローバル企業と比較
 - もし絶対評価で合格でも相対評価で劣後していれば、自社は「ベストオーナー」でないかもしれない
- プロアクティブに事業に対処するためには、赤字でなければ良いという発想ではなく、少なくとも資本コスト以上の利益をバーとするべきである。
 - ROIC が継続的に WACC を下回っていれば、(黒字でも) 何らかの検討を行うべき
 - 欧米企業は目標とするバーをさらに高く設定している企業も多い
 - (例) 第3回事務局資料 64 頁：ROCE (ROIC のこと) > WACC + 4%

3-2. 定性指標

- 事業ポートフォリオ検討における定性指標として最も重要なのは「ベストオーナー度」、すなわちその事業が自社グループ傘下に入っているべき正当性の度合いである。
 - 自社傘下にあることは、その事業のポテンシャルを発揮するうえで、
 - ①助けになっているか、②ニュートラルか、③邪魔しているか

- もしその事業が独立企業になったり、他企業傘下に入った場合、その事業のパフォーマンス（特に**成長ポテンシャル**）は上昇するか、低下するか
 - 「EBITDA の値がポジティブであっても、**当社に事業を成長させる力がないと判断されれば、売却を決断する**」（第3回事務局資料 63 頁）
- ベストオーナー度と並んで重要な定性指標は「**経営キャパシティへの負荷**」である。
 - その事業が経営キャパシティにかかる負荷が、自社傘下の他の事業への経営キャパシティ投入を阻害していないか
 - 「事業の数が多すぎると、**事業管理の能力**を超えてしまう。事業の数と事業特性の分散のバランスから、最適ポイントがある。」（経営者）（第1回事務局資料 67 頁）
 - 特に、**事業の異質性が高く環境変化が激しい事業や問題事業**は経営キャパシティへの負荷が大きくなりがちである
 - 「ベストオーナー度」が「その事業のポテンシャルを邪魔していないか」の指標であるのに対し、「経営キャパシティへの負荷」は「他の事業のポテンシャルを邪魔していないか」を表している
 - 事業分離により、切り出された事業のみならず、事業を切り出した本体についても収益性が高まり成長が促進される可能性（**フォーカスの価値**）

4. 事業ポートフォリオに関する情報開示の在り方について

- まず、開示以前の問題として、「**連結決算**」ではなく真のセグメント別「**連結経営**」を行っているか。
 - 期末に連結決算のセグメント情報を集計するのではなく、常日頃からグローバル連結ベースで実際に経営しているか
 - **事業セグメント別グローバル「連結」B/S の重要性**
 - 本社単体ベースの事業セグメント別 B/S では経営判断に役立たない
 - たとえば、生産子会社や海外販社も含めた事業セグメント別連結 B/S がタイムリーに把握できないと、在庫管理も売掛金・買掛金の管理も不十分になり、投資採算計算における FCF も満足に計算できなくなる
- 情報開示において特に重要なのは、有価証券報告書における **MD&A（記述情報）** の充実である。
 - 開示府令で要請される開示内容（第3回事務局資料 80-81 頁）の実質化が核心
 - 従来、日本では「開示することのリスク」にばかり焦点があたっていたが、「開

示しないことのコスト」を上げていくことが重要である（ちなみに、MD&A はいわゆる監査の対象となる「財務情報」ではない）

- 訴訟リスクの高い米国の 10-K 等でも踏み込んだ開示が要請されており、日本で実現できないはずはないと思われる
 - なお、米国では、SEC スタッフが MD&A 等について開示不十分とコメントすると、発行体が対応して合意に達しないかぎり、10-K 上で「Unresolved Staff Comments」を開示しなければならないというソフトな間接的強制力により、開示内容の充実を担保している
- MD&A の開示内容は、形式的なフォーマットを埋めるものではなく、**経営者が自社事業を見ているそのままの形（Management View）**で開示すべき
 - 「経営者の視点による認識及び分析・検討内容」（開示府令、第 3 回事務局資料 81 頁）
 - 「経営者が経営成績等をどのように分析・検討しているかを記載するなど、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること」（同上）
 - 他社との形式的な比較可能性よりも**実際の社内管理ベースのセグメントでの開示の方が熟練した分析者にとっては有用**
- MD&A やアニュアルレポート、決算説明会資料等で「**Non-GAAP 指標**」を用いる場合、**必ず定義式（計算式）を示し、GAAP 指標とのリコンシリエーションを行うべき。**
 - Non-GAAP 指標の例：EBITDA、事業利益、ROIC、投下資本・・・
 - 欧米企業の例を見ても、たとえば ROIC の算出において、「投下資本」、「NOPAT」をどう定義するかは企業によって異なる
 - 米国では SEC 規則により、Non-GAAP 指標使用時のリコンシリエーションは（決算説明会資料等も含めて）義務付けられている
 - 日本では、未だ定義式の記載やリコンシリエーションを行わずに Non-GAAP 指標を使用する例が多く見られ、たとえば「ROIC」といっても検証可能性がない
- 事業セグメント別で特に開示が望まれる情報としては、**投下資本、EBITDA 等。**
 - セグメント別 EBITDA が開示されれば、「EBITDA×同業他社のマルチプル」でおおざっぱに「事業価値」を見積ることができる
 - もっとも、通常は開示された営業利益と減価償却費から EBITDA は計算可能
 - 投下資本も開示されていれば、事業価値と投下資本の比である「EV/IC レシオ」が試算でき、投下資本を上回る価値を創出しているかが大雑把に見える
 - ROIC が計算できるならば、投下資本の数字は把握しているはず
 - これらの情報は経営管理会計情報としての「Non-GAAP 指標」であり、いわゆる監査対象の「財務情報」と異なり、ある程度大雑把でかまわない

- また、株主総会招集通知等において、取締役会のスキルマトリックスを開示することが望ましい。

《取締役会スキルマトリックスの例：GM》

氏名	役職/所属委員会	独立性	業界 経験	財務・ 会計	製造	経営	上場企業 取締役経験	テクノロジー	経歴
Mary Barra	会長兼CEO		✓		✓	✓	✓	✓	
Theodore Solso	筆頭独立取締役	○	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Cummins元CEO
Joseph Ashton	-		✓		✓	✓			UAW(自動車業界労組)元VP
Linda Gooden	監査	○		✓	✓	✓	✓	✓	Lockheed Martin元EVP
Joseph Jimenez	指名、報酬	○		✓	✓	✓	✓		Novartis現CEO
Jane Mendillo	監査	○		✓		✓	✓		Harvard Management Company元CEO
Michael Mullen	監査	○		✓		✓	✓	✓	統合参謀本部元議長
James Murva	報酬	○		✓	✓	✓	✓		ConocoPhillips元CEO
Patricia Russo	指名(委員長)、報酬	○		✓	✓	✓	✓	✓	Hewlett Packard Enterprise現会長
Thomas Schoewe	監査(委員長)	○		✓	✓	✓	✓	✓	Wal-Mart Stores元CFO
Carol Stephenson	報酬(委員長)、指名	○				✓	✓	✓	Western Ontarioビジネススクール長

出所：田村俊夫「エンゲージメント革命は何処へ向かうのか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』
2018年夏季号〔General Motors, Proxy Statement 2017 及び"May 2017 Shareholder Engagement"より作成〕

- 以上はいずれも任意開示の範囲内であるが、単なる好事例紹介ではなく、もう一段踏み込んだベストプラクティスを提示することにより、実質的な **Comply or Explain** 的ルールとして機能することが望ましい。

5. 事業再編促進のための環境整備（制度面の課題等）について

- 日本における上場子会社解消を促進する政策的手段として、上場子会社のスピノフをタックスフリーで行えるようにすることが望まれる。
 - 売却と異なり相手が不要で、一気に上場子会社を完全分離できる
 - 日本の上場子会社の実態に鑑み、米国（80%以上）よりバーを低くする（連結子会社？）かわりに、特例法による認可マターとすることが考えられる
 - スプリットオフ（別所委員資料 10 頁）も代替的な選択肢
- 上場企業の現金買収を行う手段として、TOB に加えて日本でも「キャッシュマージャー」を解禁することが望まれる。
 - 現状、日本で上場企業を現金買収する手段は TOB のみ
 - 上場子会社を同業他社に売却する場合には独禁問題が発生し得るが、独禁クリアの目途が立つまで TOB を開始できない
 - 昭和電工による日立化成に対する TOB：海外独禁問題により開始を延期
 - パナソニックによる三洋電機への TOB（1 回目）：2008/12 に TOB 合意を発表したが、海外独禁問題により TOB の開始は約 1 年後の 2009/11 にずれ込んだ

- 米国では上場会社の現金買収スキームとして、**TOB (2-step)** と**キャッシュマージャー (1-step)** の2手法が広く用いられている（日本企業も両方活用している）
 - キャッシュマージャーには**対抗買収やアクティビストの介入リスクを早期に遮断する効果**がある
 - 米国では、取締役会は株主の最終意思決定が行われるまでは、より有利な対抗買収提案が出てきた場合に、受託者責任の一環としてそちらに推奨を乗り換える義務がある（Fiduciary Out）
 - 日本でもより有利な対抗 TOB に推奨を乗り換えざるを得ない可能性
 - 株主の最終意思決定とは、TOB の場合は TOB の完了であり、キャッシュマージャーの場合は株主総会の承認である
 - TOB の場合、TOB 完了（＝独禁手続完了後）までリスクがあるが、キャッシュマージャーの場合、独禁手続完了をクロージング条件とした合併契約書を株主総会で承認することにより、早期にリスクを遮断できる
 - 日本においても、近年、対抗買収やアクティビストの介入リスクが現実化してきており、キャッシュマージャーの潜在的ニーズは高まっている
- **キャッシュマージャーは、上場子会社売却に限らず、上場企業の M&A 一般を促進する効果**が期待される
 - 特に、独禁や許認可取得問題によるプロセス長期化が見込まれる大型案件等
- キャッシュマージャーにおいて、現金対価を受け取る株主が課税されるのは（TOB 同様に）当然であるが、米国ではキャッシュマージャーにおいて**企業課税（含み益課税）**が発生しないのに対して、日本では企業課税が発生することがキャッシュマージャーの決定的な阻害要因になっている（TOB の場合は企業課税なし）。
 - 但し、平成 29 年度税制改正により、既に 3 分の 2 以上の株式を保有している場合は、残りの一般株主に現金対価を交付する株式交換・吸収合併（スクイーズアウト）において、企業課税が課されなくなっている
- **米国のキャッシュマージャー（逆三角現金合併）は、機能的には日本における現金対価株式交換と同等**であり、日本においてもスクイーズアウト以外の場合も現金対価株式交換の企業課税を撤廃して、キャッシュマージャーを解禁することが望まれる
 - ちなみに日本でも、平成 13 年度税制改正までは、現金対価株式交換でも企業課税は課されていなかった

以 上

補論：企業価値向上の本質的要素としての成長性と資本収益性

企業価値（DCF 価値）は、フリーキャッシュフロー一定率成長モデルでは、第 1 期のフリーキャッシュフローを FCF、資本コストを WACC（加重平均資本コスト）、g を永久成長率とすると、以下のように表される。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{FCF}}{\text{WACC} - g}$$

一般に、フリーキャッシュフロー（FCF）は、以下のように表される。

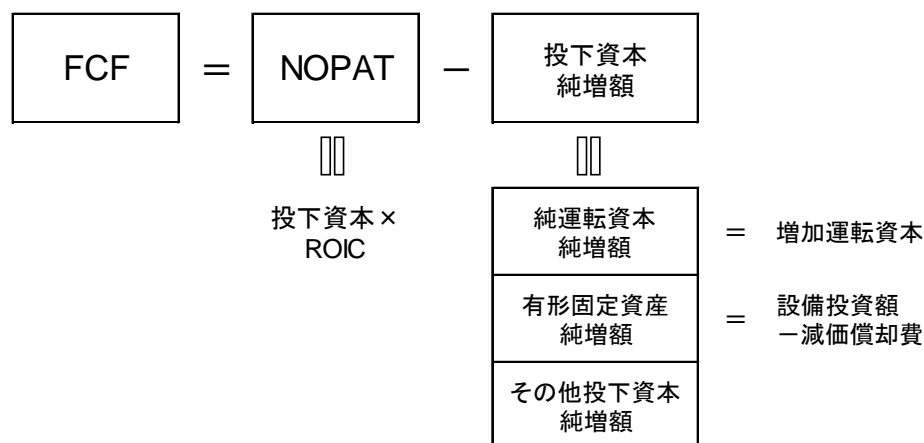
$$\text{FCF} = \text{NOPAT}(\text{税引後営業利益}) - \text{投下資本純増額}$$

ちなみにここで、投下資本純増額の計算において、純運転資本と有形固定資産以外の投下資本の増減をゼロとおくと、

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{増加運転資本}$$

というフリーキャッシュフローの簡便式が得られる。

《フリーキャッシュフローの本来の算式》



出所：田村俊夫「稼ぐ力」をどう測定するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年夏季号

いま、将来の投資の収益率を ROIC（一定）、投下資本の成長率を g（一定）とすると、 $\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{投下資本} \rightarrow \text{投下資本} = \text{NOPAT} / \text{ROIC}$ だから、

$$g = \frac{\text{投下資本純増額}}{\text{投下資本}} = \frac{\text{投下資本純増額}}{\frac{\text{NOPAT}}{\text{ROIC}}} = \text{ROIC} \times \frac{\text{投下資本純増額}}{\text{NOPAT}}$$

よって、

$$\text{投下資本純増額} = \text{NOPAT} \times \frac{g}{\text{ROIC}}$$

したがって、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \frac{\text{FCF}}{\text{WACC} - g} = \frac{\text{NOPAT} - \text{投下資本純増額}}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\text{NOPAT} - \text{NOPAT} \times \frac{g}{\text{ROIC}}}{\text{WACC} - g} = \frac{\text{NOPAT} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g} \end{aligned}$$

すなわち、

$$\text{企業価値} = \frac{\text{NOPAT} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

これが、企業価値の「バリュードライバー式」による表現である（マッキンゼー・アンド・カンパニー(2016)『企業価値評価 第6版 [上]』ダイヤモンド社参照）。

この式から直ちに、(1) **ROIC** が高いほど企業価値は高まる、(2) **WACC** が低いほど企業価値は高まることがわかる。それでは成長性 (g) の企業価値に与える影響はどうか。 g が高まると分母も分子も小さくなるため、成長性が高まる影響は直ちにはわからない。しかし、バリュードライバー式を g で偏微分してみると、以下の関係が判明する。

ROIC が **WACC** を上回っていれば、成長性が高いほど企業価値は高まる。
ROIC=**WACC** であれば、成長性が高くなっても企業価値は不変である。
ROIC が **WACC** を下回っていると、成長性が高いほど企業価値は低下する。

すなわち、価値創造的な ($\text{ROIC} > \text{WACC}$) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な ($\text{ROIC} < \text{WACC}$) 投資を行って成長しても企業価値は低下する。

以上の議論から、企業価値（ないし事業価値）を高めるには、(1) **ROIC** を高めること、(2) 資本コストを低下させること、(3) 資本コストを上回る **ROIC** の投資を行って成長していくこと (**Profitable Growth**) が本質的に重要であることがわかる。

以 上